

## 公司研究

## 开发投资表现强势，资管业务加速发展

## ——华润置地（1109.HK）2023年中期业绩点评

## 要点

**事件：**公司发布2023年中期业绩公告。23年上半年，公司实现营业收入729.7亿元，同比增长0.1%；归母净利润137.4亿元，同比增长29.6%。

**点评：**销售增长迅速，经常性业务发展势头良好，投资表现强势，财务表现稳健。

**开发收入下半年增长可期，经常性业务修复显著：**23年H1，公司实现营收729.7亿元，其中，物业开发实现营收546.2亿元，同比下降8.0%，已锁定于下半年结转的合同额1423.5亿元，全年开发收入增长有保障；经营性不动产业务营收107.2亿元，同比增长41.0%，经营复苏显著；公司综合毛利率为25.7%，属于业内较高水平，其中物业开发毛利率17.0%，同比下降5.8pct，仍处于调整期；经营性不动产业务毛利率为71.3%，同比提升5.8pct；核心归母净利润为112.7亿元，同比增长10.9%，核心归母净利率为15.4%，同比逆势提升1.5pct，其中，经常性业务核心净利润贡献占比合计42.8%，起到业绩稳定器作用。

**销售增长迅速，投资表现强势：**23年H1，公司实现销售额1702.4亿元，同比增长40.6%，其中华东大区销售额461亿元，占比31.9%，内部排名第一，深圳、华南大区销售额分别为258亿元、201亿元，同比分别增长119.4%、118.5%，表现强劲；公司新获取土地总价1023亿元，权益比例59%，拿地销售比60.1%，对应总货值2270亿元，其中，一二线城市投资额及总可售货值占比达93%，拿地能级较高，未来可售货值充裕。截至23年末，公司总土储5463万平方米（不含投资物业土储），对23年上半年销售面积覆盖倍数达7.8倍，土储总量充足。

**购物中心及酒店表现较好，轻资产管理行业领先：**23年H1，公司购物中心收入86.4亿元，同比增长39.5%，出租率96.2%，保持较好；酒店收入10.8亿元，同比增长90.1%，强劲复苏；轻资产管理业务收入50亿元，同比增长37.6%，保持高质量稳步增长。截至23年上半年末，公司在建及规划中购物中心57座，经营性不动产扩张趋势较好；物管在管面积同比增长28.2%至3.25亿平米。

**现金流充足，资产负债表稳健：**截至23年末，公司三道红线保持绿档，总借贷2310亿元，短债占比约25%，综合融资成本约3.56%；净有息负债率为28.5%，较22年末降低10.3pct；在手现金1293亿元，较22年末增加318亿元。

**盈利预测、估值与评级：**考虑公司销售增长迅速及经营性业务毛利率回升，上调公司23-25年预测核心EPS为4.22元（上调9.1%）、4.71元（上调3.0%）、5.44元（上调3.9%），现价对应23-25年PE核心估值分别为7.2/6.4/5.6倍，公司作为央企地产，拿地积极，核心土储充裕，信用优势明显，融资渠道畅通，销售市占率有望持续提升，经营性不动产业务稳健发展，维持“买入”评级。

**风险提示：**销售推盘不及预期，开工与结转进度不及预期，行业下行超预期等。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	212,108	207,061	251,647	262,445	285,942
营业收入增长率	18.1%	-2.4%	21.5%	4.3%	9.0%
归母净利润(百万元)	32,401	28,092	34,260	37,780	42,949
归母净利润增长率	8.7%	-13.3%	22.0%	10.3%	13.7%
基本EPS(元,人民币)	4.54	3.94	4.80	5.30	6.02
核心EPS(元,人民币)	3.73	3.79	4.22	4.71	5.44
P/E(基本)	6.7	7.7	6.3	5.7	5.0
P/E(核心)	8.1	8.0	7.2	6.4	5.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-08-31。注：汇率按1港元兑换0.9149元人民币计算。

## 买入（维持）

当前价：33.15 港元

## 作者

分析师：何緬南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

联系人：庄晓波

021-52523416

zhuangxiaobo@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	71.31
总市值(亿港元)	2363.91
一年最低/最高(港元)	23.58/38.15
近3月换手率	8.76%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.17	4.36	12.78
绝对	-6.09	0.61	7.28

资料来源：Wind

## 相关研报

20230424 核心盈利保持稳定，拿地销售协同发力——华润置地（1109.HK）2022年业绩公告点评

20221230 超百亿收购优质土储，长期市占率有望提升——华润置地（1109.HK）动态跟踪

20220926 打开保租房REITs融资新渠道，树立行业新标杆——华润置地（1109.HK）动态跟踪

财务报表与盈利预测

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	212,108	207,061	251,647	262,445	285,942
营业成本	-154,909	-152,771	-189,687	-189,769	-200,359
毛利	57,200	54,291	61,961	72,676	85,583
其他收入和收益	4,394	3,113	5,591	4,014	4,215
销售费用	6,094	5,895	7,046	7,086	7,434
管理费用	5,872	5,386	6,419	6,564	7,008
折旧及摊销	1,306	1,333	1,556	1,624	1,722
财务费用	1,397	1,700	1,886	2,006	2,137
应占合联营公司损益	4,297	4,101	4,227	4,598	5,002
税前利润EBT	60,366	55,509	62,814	72,065	84,569
所得税	-22,970	-23,140	-23,116	-28,032	-34,219
<b>净利润(含少数股东损益)</b>	<b>37,395</b>	<b>32,370</b>	<b>39,699</b>	<b>44,033</b>	<b>50,350</b>
<b>净利润(不含少数股东损益)</b>	<b>32,401</b>	<b>28,092</b>	<b>34,260</b>	<b>37,780</b>	<b>42,949</b>
总股本(百万股)	7,131	7,131	7,131	7,131	7,131
基本EPS(元, 人民币), 按最新股本计算	4.54	3.94	4.80	5.30	6.02
核心EPS(元, 人民币), 按最新股本计算	3.73	3.79	4.22	4.71	5.44

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及银行结余	106,773	95,545	120,791	125,973	137,252
受限制银行存款	1,975	1,923	2,019	2,120	2,226
应收、预付账款及票据合计	100,713	116,743	124,350	132,478	139,102
存货、发展中及持有待出售物业	403,026	495,961	556,149	613,754	673,408
其他流动资产	2,785	3,113	3,424	3,767	4,143
<b>流动资产合计</b>	<b>615,273</b>	<b>713,285</b>	<b>806,733</b>	<b>878,093</b>	<b>956,131</b>
固定资产(物业厂房设备)	15,427	16,012	16,293	16,622	17,010
无形资产	88	3,242	3,508	3,475	3,496
使用权资产	6,239	5,774	6,749	6,552	6,737
投资性物业	217,530	237,885	261,887	286,103	308,710
合联营公司投资	62,000	75,717	84,534	93,846	104,201
其他非流动资产	29,095	25,307	27,838	31,179	34,297
<b>非流动资产合计</b>	<b>334,532</b>	<b>368,047</b>	<b>404,848</b>	<b>441,749</b>	<b>478,361</b>
<b>资产总计</b>	<b>949,804</b>	<b>1,081,332</b>	<b>1,211,581</b>	<b>1,319,841</b>	<b>1,434,492</b>

短期借款及其他短期借款	54,544	61,243	64,305	67,520	70,896
贸易及其他应付款项	131,693	140,858	154,944	170,439	187,482
合约负债	212,719	247,765	300,877	327,710	351,685
应付关联方款项	35,116	49,749	54,724	60,196	66,216
应付税费	29,507	26,642	27,974	29,373	30,841
<b>流动负债合计</b>	<b>464,627</b>	<b>527,256</b>	<b>604,005</b>	<b>656,380</b>	<b>708,291</b>
长期借款	125,431	155,860	171,446	188,591	207,450
租赁负债及金融负债	4,758	6,508	7,234	6,997	7,168
递延税项负债	29,153	31,820	34,366	37,115	40,084
其他应付款项	33,508	17,968	19,405	20,375	21,394
<b>非流动负债合计</b>	<b>193,101</b>	<b>212,369</b>	<b>232,685</b>	<b>253,336</b>	<b>276,380</b>
<b>负债总计</b>	<b>657,728</b>	<b>739,625</b>	<b>836,690</b>	<b>909,717</b>	<b>984,671</b>

股本金	674	674	674	674	674
储备	225,855	243,373	265,424	289,778	317,507
少数股东权益	65,547	97,660	108,793	119,673	131,640
<b>股东权益合计</b>	<b>292,076</b>	<b>341,707</b>	<b>374,891</b>	<b>410,125</b>	<b>449,821</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7,028	1,230	9,248	14,551	13,788
投资活动现金流	(27,803)	(39,337)	(25,693)	(18,378)	(15,888)
融资活动现金流	40,198	26,136	41,691	9,010	13,379
净现金流	19,424	(11,972)	25,246	5,183	11,279

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 按最新总股本计算

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP